

学校编码: 10384

学 号: 17920101150986



分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

UDC\_\_\_\_\_

廈門大學

硕 士 学 位 论 文

我国权证市场分析与若干问题研究

Chinese Warrant Market Analysis And Research

余俊辰

指导教师姓名: 沈维涛 教授

专 业 名 称: 工商管理(MBA)

论文提交日期: 2012 年 7 月

论文答辩时间: 2012 年 9 月

学位授予日期: 2012 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2012 年 7 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（        ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于        年        月        日解密，解密后适用上述授权。

（        ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年        月        日

厦门大学博硕士论文摘要库

## 摘 要

2008 年美国爆发次贷危机，引发金融风暴席卷全球。金融衍生品交易中带来的系统性风险再次引发了大家对权证市场发展制度的深思。目前中国的资本市场处在高速发展阶段，金融衍生市场发展潜力巨大，如何在时代面前捉住新兴发展的机遇，如何应对权证市场的高风险性与高杠杆性的挑战是目前学术界和实践界的一大难题。中国关于权证市场发展的研究大多处在基本特征与情况介绍，市场状况分析等阶段，有关的实证分析与案例分析研究仍然比较落后，无论是在研究内容还是研究方法上均需要进一步的完善。所以，急需对我国权证市场的发展历程与制度建设进行一个系统性的梳理与总结分析，同时还需要引入境外权证市场发展特征的比较分析，来为我国权证市场发展提供一些参考与借鉴。

本文以中国内地权证市场作为研究对象，完整地介绍了内地权证市场在 1992 年——1996 年以及 2005 年——2011 年期间，分别经历的股本权证、股改权证和以融资为目的的认股权证三个阶段所取得的成果和出现过的问题。通过对我国权证市场典型案例武钢权证和康美权证的实证研究，发现我国权证市场存在普遍的，显著的投机泡沫。所以本文在分析我国内地权证市场发展的基础上，对我国权证市场与香港权证市场、台湾权证市场、德国权证市场的发行制度，交易制度，以及风险监管等多方面进行了深入的对比与探讨，三个市场都有一个共同的特点，选择备兑权证成为主要的权证品种。因此本文对我国权证市场提出了一些具有建设性的建议：我国权证市场可以通过加强制度建设、提高发行人标准、引入做市商制度、重视投资者教育和引导投资者理性投资等方式来实现我国权证市场健康、稳健的发展。

关键词：投机泡沫

备兑权证

做市商制度

## Abstract

In 2008, an overwhelming financial crisis hit the world. The subprime mortgage system collapsed, and the credit- derivatives market was trapped in turmoil, which compelled people to rethink the system risk of derivatives and the future direction of warrant market. Up till now, our Chinese capital market is in a stage of rapid development. Potential demanding for derivatives is becoming more and more strong. Where is the balance between the high risk and high leverage of warrent? How to seize opportunities to turn the derivatives market to a better prospect? It's a great challenge for both academia and practical circle. Presently, domestic research remains in the elementary stage, namely focused on basic features and market situation. The empirical analysis and case studies are still less developed. So, it's in great urgent that we review the history of our warrent market, refer to international experience, and impel further development and perfection of warrant market in China.

This paper mainly does research into Chinese warrant market, systematically introduces the achievements and problems in the phases of equity warrant, stock warrants and covered warrants in 1992-1996 and 2005-2011. Through an empirical study for tow typical cases-WISCO warrant and Exuberance & Comeliness warrant, this paper finds there exist significant speculative bubbles in Chinese warrant market. On basis of a complete analysis on mainland market, the paper compares offering system, trading system and risk regulation of Chinese market with Hong Kong, Taiwan and Germany markets in which covered warrant is the principal type. Finally, positive suggestions are given: strengthening institutional construction, improving entry criteria, introducing market-making system, valuing investors' education and guiding rational investment could advocate a healthy and stable development of Chinese warrant market.

**Key Word:** Speculative Bubbles      Derivative Warrant      Market-maker system

# 目 录

<b>1 导论</b>	<b>1</b>
1.1 选题背景	1
1.2 研究目的	2
1.3 研究方法和研究框架	3
1.3.1 研究方法	3
1.3.2 研究框架	3
1.4 研究内容	5
<b>2 概念界定与文献综述</b>	<b>6</b>
2.1 权证的概念界定	6
2.1.1 权证的定义	6
2.1.2 权证的基本要素	7
2.1.3 权证的分类	8
2.1.4 权证与期权的区别	9
2.1.5 权证的发行	9
2.2 文献综述	10
2.2.1 国外文献综述	10
2.2.2 国内文献综述	13
<b>3 境外权证市场比较分析</b>	<b>15</b>
3.1 香港权证市场	17
3.1.1 香港权证市场的发行制度	19
3.1.2 香港权证市场的交易制度以及风险监管	19
3.2 中国台湾地区权证市场	20
3.2.1 台湾权证市场发行制度	22
3.2.2 台湾权证市场交易制度和风险监管	22
3.3 德国权证市场	23
3.3.1 德国权证市场发行制度	24

3.3.2 德国权证市场交易制度 .....	24
3.3.3 德国权证的监管制度 .....	25
3.4 比较借鉴 .....	25
<b>4 我国权证市场的发展现状分析 .....</b>	<b>28</b>
4.1 我国权证市场产生发展过程及现状 .....	28
4.1.1 我国权证市场的发展历程 .....	28
4.1.2 我国权证市场的发行与交易 .....	30
4.2 内地权证的交易 .....	31
4.3 我国权证市场存在问题分析 .....	33
4.4 我国典型权证案例分析 .....	34
4.4.1 武钢权证案例分析 .....	34
4.4.2 康美权证案例分析 .....	37
<b>5 我国权证市场制度构建 .....</b>	<b>41</b>
5.1 建立备兑权证为主的权证市场 .....	41
5.1.1 备兑权证概述 .....	41
5.1.2 我国建立备兑权证市场的功能及其意义 .....	41
5.1.3 我国备兑权证市场建立应注意的问题和建议 .....	42
5.2 引入做市商制度抑制权证的过度投机 .....	45
5.2.1 做市商制度及其类型 .....	45
5.2.2 做市商制度主要功能 .....	46
5.2.3 引入做市商制度抑制过度投机 .....	48
5.3 完善权证市场的法律法规 .....	49
<b>结束语 .....</b>	<b>51</b>
<b>参考文献 .....</b>	<b>52</b>
附录一：内地权证市场大事表 .....	54
附录二：中国权证发行资料 .....	54
<b>致 谢 .....</b>	<b>56</b>



# Contents

<b>Chapter 1 Preface</b>	<b>1</b>
Section 1 Research Background	1
Section 2 Research Purpose and Significance	2
Section 3 Research Method and Structure	3
Section 3.1 Research Method	3
Section 3.2 Research Structure	3
Section 4 Research Content	5
<b>Chapter 2 The basic concepts and Literature Review</b>	<b>6</b>
Section 1 The concept of warrants	6
Section 1 .1the definition of warrants	6
Section 1 .2the basic element of warrant	7
Section 1.3 warrants classification	4
Section 1.4 the difference of warrants and options	8
Section 1.5 the issue of warrants	9
Section 2 Literature Review	10
Section 2 .1 A review of foreign literature	10
Section 2 .2 The domestic literature review	13
<b>Chapter 3 the Overseas Warrants Market Analysis</b>	<b>13</b>
Section 1 Hong Kong	17
Section 1.1 Hongkong warrants market distribution system	19
Section 1.2 Hongkong warrants market trading system and risk Supervision	19
Section 2 Tai Wan	20
Section 2.1 Taiwan warrants market distribution system	22
Section 2.2 Taiwan warrants market trading system and risk Supervision	22
Section 3 Germany	23
Section 3.1 Germany warrants market distribution system	24
Section 3.2 Germany warrants market transaction system	24
Section 3.1 Germany warrants regulatory system	25
Section 4 Comparison	25

<b>Chapter 4 Analysis of The Current Development of Chinese Warrant Market .....</b>	<b>28</b>
Section 1 China's Warrants market Development Process .....	28
Section 1.1 China's warrants market characteristics .....	28
Section 1.2 China warrant market issuance and trading.....	30
Section 2 China's Warrants Market Trade .....	31
Section 3 China warrant market analysis.....	33
Section 4 Case Studies of Our Classic Warrants .....	34
Section 1.1 WuGang warrent.....	34
Section 1.2 KangMei warrent .....	37
<b>Chapter 5 Construction of China's Warrants Market System .....</b>	<b>41</b>
Section 1 Covered Warrants Based Market .....	41
Section 1.1 covered Warrants an overview .....	41
Section 1.2 The establishment of China's covered warrants market function and its significance .....	41
Section 1.3 China's covered warrants market the problems and suggestions .....	42
Section 2 Excessive speculation in the introduction of market-maker system suppression warrants .....	45
Section 2.1 Market maker system and its types .....	45
Section 2.2 Market maker system main function .....	46
Section 2.3 Excessive speculation in the introduction of market-maker system suppression warrants .....	48
Section 3 Improve the laws and regulations of the warrants Market Reference..	49
<b>The End .....</b>	<b>51</b>
<b>References .....</b>	<b>52</b>
<b>Appendix .....</b>	<b>54</b>
<b>Acknowledgements .....</b>	<b>56</b>

# 1 导论

## 1.1 选题背景

金融衍生品 (Derivative)，也称金融衍生工具、金融衍生产物。巴塞尔银行监管委员会<sup>1</sup>将金融衍生品定义为：一种价值取决于一项或多项标的资产或指数价值的合约。金融衍生品已经成为现代金融市场发展的核心动力，亦是社会发展进入金融时代的典型特征。以美国为典型代表的发达国家金融市场的经验证明，金融衍生品对国家金融市场的发展和国家实体经济的推动作用毋庸置疑的。可以较好的实现市场资源的再配置，是全球经济一体化条件下，重要的接轨通道，更是全球国家利益再分配的场所。改革开放 30 年来，随着我国的日益崛起，对全球事务的参与程度愈加紧密，无论是从经济规模、经济竞争力、还是对全球经济的影响力来看，我国已经成为全球性的经济大国，大国经济需要大国金融，中国要推进市场经济体制的完善和发展，要谋求参与全球化竞争，建立有影响力的金融市场，就必须发展金融衍生产品，构建完善的金融衍生产品市场。

2008 年爆发的次贷危机，导致全球金融市场动荡，引发经济危机的恶果到今天还没有完全消除。美国高度发达的金融衍生品市场被认为是危机爆发的根源，关于我国是否应该发展金融衍生品市场产生激烈的争论，本文认为美国次贷危机爆发的主要原因是次贷产品在市场上被错误地定价和交易、评级机构失责和监管机构对系统性风险的忽视等各种因素共同交织的结果，而并非金融衍生品本身，金融衍生品本质上只是一种市场交易工具，金融危机的爆发和金融衍生品之间没有实质的联系，我国不应该因噎废食，吴晓求教授（2009）在《全球金融变革中的中国金融与资本市场》一书中有一个生动的比喻：“资本市场可以比作高速公路，次贷产品则更像一部汽车，我们不能因为高速公路有车祸，有造成车祸人亡的风险就限制高速公路的发展”。我国金融衍生市场发展潜力巨大，从发达

---

<sup>1</sup>巴塞尔银行监管委员会 (Basel Committee on Banking Supervision) 简称巴塞尔委员会，巴塞尔银行监管委员会原称银行法规与监管事务委员会，是由美国、英国、法国、德国、意大利、日本、荷兰、加拿大、比利时、瑞典 10 大工业国的中央银行于 1974 年底共同成立的，作为国际清算银行的一个正式机构，以各国中央银行官员和银行监管当局为代表，总部在瑞士的巴塞尔。每年定期集会 4 次，并拥有近 30 个技术机构，执行每年集会所订目标或计划。

证券市场的发展和繁荣中，充分借鉴和吸取其在衍生品监管等方面的经验和教训，建立健全风险控制体系，加强配套的监管体系，预防和降低衍生品交易中可能带来的系统性风险，使金融衍生品更好的发挥其对现代金融体制和实体经济增长的巨大推动作用。

## 1.2 研究目的

相对于美国等发达国家的多层次金融市场，我国金融衍生品市场正处于起步阶段，存在品种缺乏，衍生品市场主体结构不合理等情况。因此，我国发展金融衍生品必须通过循序渐进的方式来实现，根据条件有机会地增加衍生品的交易品种。通过对美国、德国等发达金融市场以及一些新兴国家的金融市场的研究可以发现，尽管国家的需求和自身条件各不相同，但是基本发展路径都可以概括为“股指期货-股指期货-股票期权”。

根据我国的实际发展情况，权证作为期权类衍生品，符合我国目前金融创新的需求。我国权证市场最初产生于上世纪 90 年代，1992 年中国第一支权证“飞乐股份配股权证”发行，随后其他权证陆续发行。但因市场低迷，发行权证的个股有的已经跌破配股价，权证毫无不值。不过，市场的投机者（或者可以称为“炒家”）在价值如废纸一般的权证上依然投入了“无限的热情”，这种非理性的投资行为最终导致了管理层在 1996 年 6 月底终止了权证交易，之后 9 年也一直没有重新开启。直到 2005 年，我国管理层为解决股权分置改革的问题，权证再次出现在中国证券市场，市场依然对权证表现了出极大的热情，“熊市炒权证，牛市炒股票”成为股民的新格言。普通股民对权证的风险意识是淡漠的，根据 wind 金融数据库统计得出：2006 年，中国权证年成交量世界第一，总金额达到 2439 亿美元；2007 年，两市 20 只可交易权证，交易日平均日换手率为 91.85%，平均隐含波动率达到 134.68%，日交易额平均达到 245.6 亿元；2008 年，两市权证交易额达到 60417.61 亿（人民币），占总成交金额 16.27%。另外，众多投资者对重大价外权证临近行权期时仍然疯狂炒作。这些数据和事例都表明了中国权证市场存在着严重的投机泡沫。2011 年 8 月 11 日两市最后的权证——长虹 CWB(580027)——退出交易，权证板块再度消失。

权证作为一种金融衍生品不同于其他的证券产品，权证是否处于泡沫

化，可以参照标的股票的波动情况而确定，对比股票市场，权证偏离价值的可能性较小。比较海外成熟市场的成功经验，研究中国权证交易中存在的投机泡沫，探究产生泡沫原因，对其发行制度、规则、交易、监管和信息披露等问题进行分析，对于今后再次发行新的权证品种、推出备兑权证、健全监管机制和加强衍生品风险管理等都具有重要的启示作用，对建立符合中国社会主义市场经济要求的金融衍生品市场，对我国建立多层次资本市场的战略等都有着重要意义。

### 1.3 研究方法和研究框架

#### 1.3.1 研究方法

本文的研究方法主要有：

(1) 定性方法与定量方法相结合。本文既从定性的角度分析了我国权证市场的发展现状，包括发展历程、发行与交易制度等，对比分析了境外权证市场的发展特点与模式。通过定量分析，统计分析了我 国大陆与境外，包括香港、台湾和德国各权证市场的交易概况、备兑权证发展状况等。

(2) 理论与研究案例相结合。在文献综述中，本文总结归纳了国内外有关权证定价模型及权证对标的（包括股票波动率与股价等）的影响的一些理论文献和实证结果。同时还以武钢权证与康美权证为例，对我国典型的权证案例进行了分析，总结出我国权证市场的发展状况、存在的基本问题以及制度建设的建议。

#### 1.3.2 研究框架

本文的研究技术路线如图 1-1 所示。

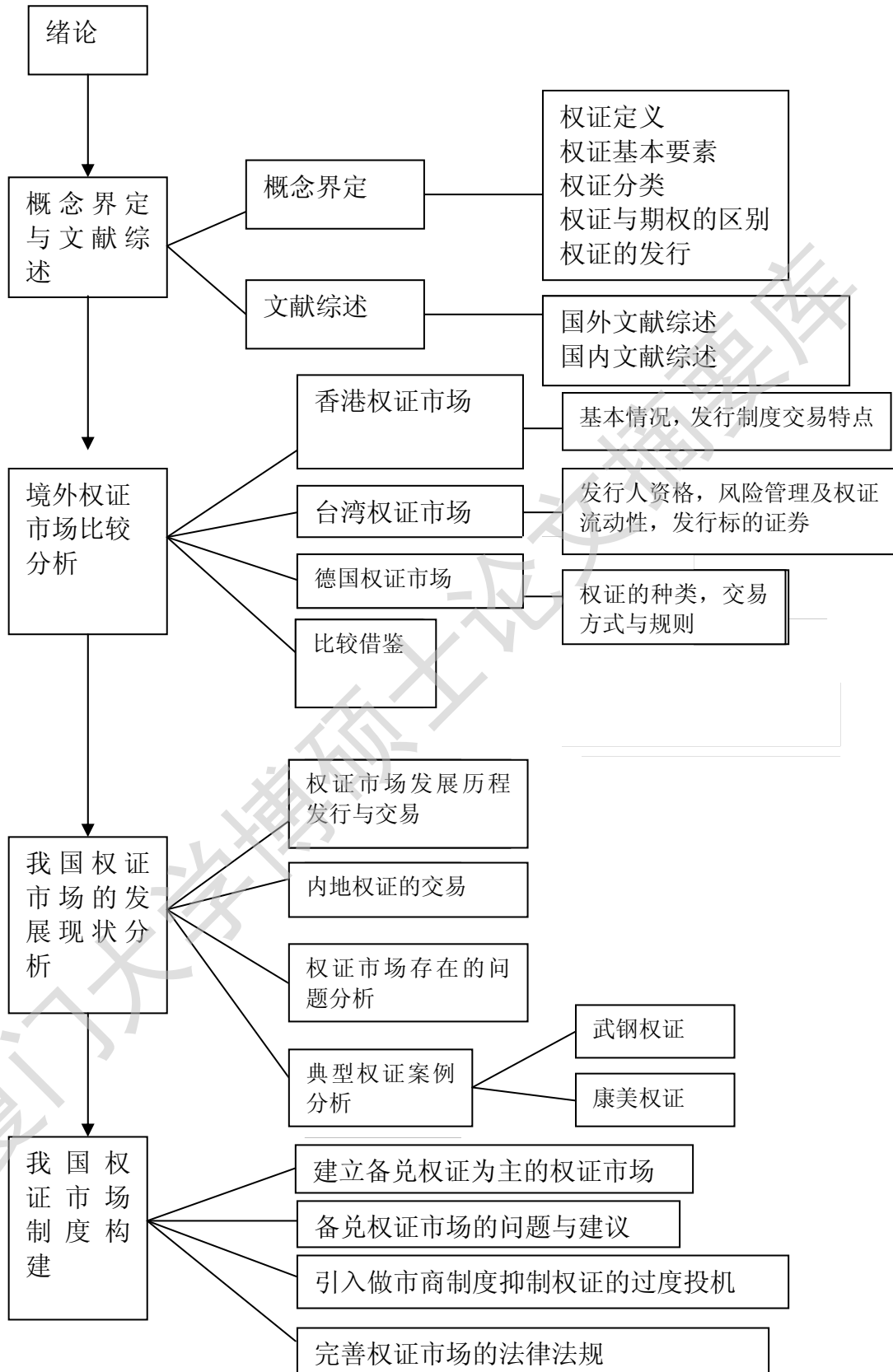


图 1-1 技术路线

## 1.4 研究内容

本论文分为五个部分，具体如下：

第一部分为绪论，包括研究背景及研究目的。

第二部分对权证的相关概念进行了界定，定义、基本要求、分类及发行，同时对相关理论进行了介绍。包括权证的发展历程，权证这一衍生品市场现状，交易机制等几方面进行介绍和归纳。

第三部分通过对海外权证市场的比较分析，希望透过选择香港权证市场、台湾权证市场、德国等成熟权证市场的为样本进行比较分析，希望得出对我国权证市场今后的发展有借鉴的经验。

第四部分简要回顾我国权证市场的发展历程，发行与交易状况，对我国权证市场出现的问题进行了较为详细的分析，并选取有典型意义的权证案例进行了实证研究。

第五个部分对我国权证市场制度的构建提出了建议，我国资本市场结构不完善，发展新型金融衍生品可以推动证券市场的全面发展。论述了备兑权证发行上市制度的建立及完善，以及做市商制度对我国资本市场的意义。最后为完善权证市场的法律法规提出意见与建议。

## 2 概念界定与文献综述

### 2.1 权证的概念界定

1911 年权证首先起源于美国电灯与能源公司，最初的权证基本沦为操纵市场的投机工具。直到进入 20 世纪 60 年代，美国公司在企业并购的过程中利用股票权证进行融资，当公司发行公司债券困难的时候，附送权证成为一种市场广泛接受的方式，这才使得权证市场得到进一步发展。目前，从权证市场的分布来看，欧洲权证市场和亚太权证领先全球其他地区，其中德国权证市场自从在 1984 年发行认股权证之后，一度发展成为世界上规模最大的权证市场，拥有上万只权证品种。另外，在亚太地区，如中国香港、新加坡、韩国等地的权证市场也颇具规模，特别是中国香港市场，当前已经跃升为全球最大交易量的备兑权证市场，交投十分活跃。中国台湾地区证券交易所也于 1997 年 6 月推出权证品种，并且运行良好。

#### 2.1.1 权证的定义

美国证券交易所（American Stock Exchange）定义的权证（share warrant），是指一种以约定的价格和时间（或在权证协议里列明的一系列期间内分别以相应价格）购买或者出售标的资产（the underlying）的期权。权证反映的是发行人与持有人之间的契约关系，持有人向发行人支付一定的金钱后，换取发行人手中的一定权利，所以权证主要包含二个特点：（1）权证代表了发行人与持有人之间存在的合同关系，但权证持有人据此享有的权利与股东所享有的权力在内容上有着明显的区别：除非合同有明确约定，权证持有人对标的证券发行人和权证发行人的内部管理和经营决策没有参与权。（2）权证赋予权证持有人的是一种选择的权利而不是义务。与权证发行人有义务在持有人行权时依据约定交付标的证券或现金不同，权证持有人完全可以根据市场情况自主选择行权或者不行权，无需承担任何违约责任。



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库